

京东方 A (000725.SZ)

业绩大超预期，面板龙头加速上行

公司发布年报及一季报预告。2021Q1 净利润大超预期，单季度实现盈利 50~52 亿元，估算净利率超过 10%，净利润额环比提升增长约翻倍！2021 年，行业持续高度景气，公司业绩大幅提升。需求端，远程办公、线上服务、居家娱乐等应用市场进一步扩大，IT、TV 类产品需求持续增长；供给端，短期由于玻璃基板、驱动 IC 等原材料供应紧张，导致行业有效供给产出环比有所下降，半导体显示行业供需紧张进一步加剧。

分红创历史新高，现金流指标改善值得期待。2020 年公司现金分红为 34.77 亿元，回购股份金额为 20.00 亿元，合计现金分红总额为 54.76 亿元，占当年归母净利润的比率为 109%！公司现金分红创历史新高，根据我们的分析，未来行业资本开支下降、经营规模增加、盈利指标优化，公司经营净现金流、自由现金流的改善才刚刚开始，未来更高的业绩表现和分红表现值得期待。

2020 年以来，在行业回暖的背景下，京东方也在快速推进股权激励、定向增发、回购少数股权、并购熊猫部分产线，持续提高公司中长期竞争能力和盈利能力，同时围绕“1+4+N”航母事业群，加强公司综合能力。京东方实施合计达到 9.8 亿股的股权激励及 20 亿元股票回购，绑定并激励公司主干团队，定增加码 OLED 业务并收购武汉京东方少数股东股权，回购 PB 估值较低，将增厚公司盈利水平。收购熊猫相关产线，加速产业集中，提升竞争力。

面板行业迎来重大拐点，周期性减弱，科技成长属性越发增强。2020 年 5 月至今，TV 面板价格大幅增长，2020Q4 以来 IT 面板上涨趋势增强，产业盈利能力增加。随着产能扩张尾声、区域竞争尾声，行业双寡头格局逐渐成型。伴随着 Mini LED、柔性 AMOLED 等新型显示技术创新，技术壁垒、资本壁垒将进一步增加。

京东方面板龙头地位加强，柔性 AMOLED 逐渐起量。京东方在面板行业的地位长期崛起趋势不变，AMOLED 有望逐渐贡献盈利，在全球显示产业话语权与日俱增。随着 Capex 尾声与行业竞争尾声，公司盈利能力有望修复，同时 FCF 大幅提升，具备长期投资价值。预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 249、271、299 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、全球贸易纷争影响、测算误差风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	116,060	135,553	176,218	211,462	243,181
增长率 yoy (%)	19.5	16.8	30.0	20.0	15.0
归母净利润 (百万元)	1,919	5,036	24,876	27,053	29,931
增长率 yoy (%)	-44.1	162.5	394.0	8.8	10.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.06	0.14	0.71	0.78	0.86
净资产收益率 (%)	-0.3	2.6	11.4	12.7	12.2
P/E (倍)	119.9	45.7	9.2	8.5	7.7
P/B (倍)	2.6	2.6	2.0	1.6	1.4

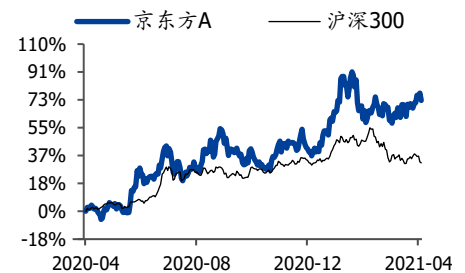
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	光学光电子
前次评级	买入
04 月 12 日收盘价	6.43
总市值(百万元)	223,753.70
总股本(百万股)	34,798.40
其中自由流通股(%)	96.37
30 日日均成交量(百万股)	591.86

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号：S0680520010001

邮箱：shelingxing@gszq.com

分析师 陈永亮

执业证书编号：S0680520080002

邮箱：chenyongliang@gszq.com

相关研究

- 1、《京东方 A (000725.SZ)：业绩高增长，盈利能力进一步加强》2021-01-30
- 2、《京东方 A (000725.SZ)：定增落地，盈利能力与技术布局双重加强》2021-01-17
- 3、《京东方 A (000725.SZ)：业绩明显修复，产业趋势持续上升》2020-11-02

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	104449	128985	113598	107703	105060
现金	56973	73694	49027	33420	22721
应收票据及应收账款	18467	23185	30962	34015	40709
其他应收款	706	658	1115	1013	1435
预付账款	627	1120	1151	1574	1560
存货	12396	17875	18889	25228	26183
其他流动资产	15280	12453	12453	12453	12453
非流动资产	235964	295271	344875	380050	404205
长期投资	2718	3693	4816	5989	7228
固定资产	125786	224867	260278	285866	303697
无形资产	7416	11876	12744	13738	15005
其他非流动资产	100043	54836	67036	74456	78276
资产总计	340412	424257	458472	487753	509265
流动负债	78378	104959	123404	142386	159462
短期借款	6367	8600	8600	8600	12271
应付票据及应付账款	23212	28396	34282	40931	46717
其他流动负债	48799	67964	80523	92855	100475
非流动负债	120976	145900	139460	121861	95866
长期借款	108118	132852	126412	108813	82818
其他非流动负债	12858	13048	13048	13048	13048
负债合计	199355	250859	262864	264247	255329
少数股东权益	46000	70121	67456	68880	69805
股本	34798	34798	34798	34798	34798
资本公积	38353	37436	37436	37436	37436
留存收益	13898	17954	35229	58154	84719
归属母公司股东权益	95058	103277	128153	154626	184131
负债和股东权益	340412	424257	458472	487753	509265

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	26083	0	51440	67474	72666
净利润	-476	4528	22211	28477	30856
折旧摊销	18987	0	28312	34961	41384
财务费用	1994	2650	-566	-1064	-1911
投资损失	-343	-898	-516	-585	-666
营运资金变动	2262	0	2062	5770	3071
其他经营现金流	3659	-6281	-64	-84	-66
投资活动现金流	-47416	0	-77336	-69467	-64806
资本支出	49416	0	48480	34003	22917
长期投资	-434	0	-1123	-1178	-1238
其他投资现金流	1566	0	-29979	-36642	-43128
筹资活动现金流	27779	0	1229	-13614	-22231
短期借款	917	2233	0	0	0
长期借款	3050	24733	-6440	-17599	-25995
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	140	-918	0	0	0
其他筹资现金流	23672	-26049	7669	3985	3764
现金净增加额	6920	0	-24667	-15607	-14371

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	116060	135553	176218	211462	243181
营业成本	98446	108823	132164	158597	184818
营业税金及附加	861	1079	1374	1634	1904
营业费用	2918	3138	3524	4229	4864
管理费用	5215	6204	7049	8458	9727
研发费用	6700	7623	8106	9727	11186
财务费用	1994	2650	-566	-1064	-1911
资产减值损失	-2584	3280	1410	634	730
其他收益	2606	2338	2000	2000	2000
公允价值变动收益	137	32	57	76	55
投资净收益	343	898	516	585	666
资产处置收益	0	19	7	9	11
营业利润	399	6044	25737	31916	34597
营业外收入	208	121	166	165	151
营业外支出	103	72	77	84	78
利润总额	504	6093	25826	31996	34670
所得税	980	1565	3616	3520	3814
净利润	-476	4528	22211	28477	30856
少数股东损益	-2395	-507	-2665	1424	926
归属母公司净利润	1919	5036	24876	27053	29931
EBITDA	25303	13171	57097	70123	79006
EPS (元)	0.06	0.14	0.71	0.78	0.86

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	19.5	16.8	30.0	20.0	15.0
营业利润(%)	-90.1	1416.2	325.8	24.0	8.4
归属于母公司净利润(%)	-44.1	162.5	394.0	8.8	10.6
获利能力					
毛利率(%)	15.2	19.7	25.0	25.0	24.0
净利率(%)	1.7	3.7	14.1	12.8	12.3
ROE(%)	-0.3	2.6	11.4	12.7	12.2
ROIC(%)	-2.5	3.5	8.1	9.8	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	58.6	59.1	57.3	54.2	50.1
净负债比率(%)	62.2	59.9	66.1	58.5	47.8
流动比率	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7
速动比率	1.0	1.0	0.7	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.14	0.71	0.78	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.00	1.48	1.94	2.09
每股净资产(最新摊薄)	2.50	2.56	3.28	4.04	4.88
估值比率					
P/E	119.9	45.7	9.2	8.5	7.7
P/B	2.6	2.6	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	14.1	30.3	7.4	6.1	5.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

内容目录

一、业绩大超预期，盈利能力拐点凸显！	4
二、面板景气持续，核心龙头竞争力领先	7
三、行业格局优化、产业价值拐点，龙头地位进一步加强	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 京东方营业收入 (百万元)	4
图表 2: 京东方归母净利润 (百万元)	4
图表 3: 京东方利润率和费用率	5
图表 4: 京东方库存周转天数	5
图表 5: 京东方业务复盘 (亿元)	6
图表 6: 面板价格与周期性复盘图 (单位: 美元)	8
图表 7: witsview 电视液晶面板报价跟踪 (美元)	8
图表 8: 全球面板企业营业收入增速 (单位: 百万美元)	9
图表 9: 部分面板厂季度利润率	9
图表 10: 京东方 PB 估值	11

一、业绩大超预期，盈利能力拐点凸显！

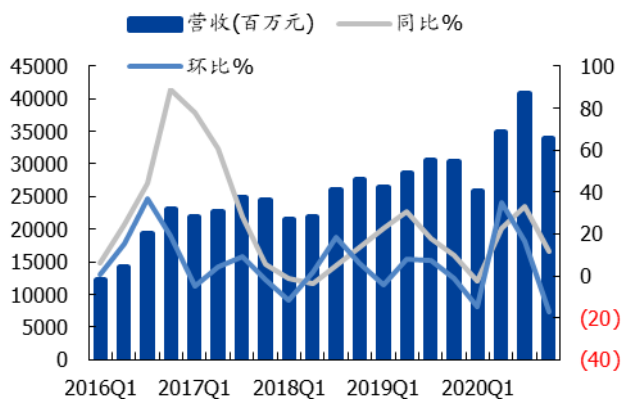
2021Q1 净利润大超预期，单季度实现盈利 50~52 亿元，估算净利率超过 10%，净利润额环比提升增长约翻倍！

公司发布 2020 年年报和 2021 年一季度业绩预告。2020 年公司实现营业收入 1355 亿元，同比增长 16.8%；实现归母净利润 50.36 亿元，同比增长 162%。

公司 2021Q1 预计实现归母净利润 50~52 亿元，同比增长 782~818%，大超预期。2021 年，行业持续高度景气，公司业绩大幅提升。需求端，远程办公、线上服务、居家娱乐等应用市场进一步扩大，IT、TV 类产品需求持续增长；供给端，短期由于玻璃基板、驱动 IC 等原材料供应紧张，导致行业有效供给产出环比有所下降，半导体显示行业供需紧张进一步加剧。此外，公司构建了向半导体显示产业链和物联网各场景价值链延伸的事业群体系，并积极参与参与显示产业整合重组，成功完成产线并购，增加竞争优势。公司

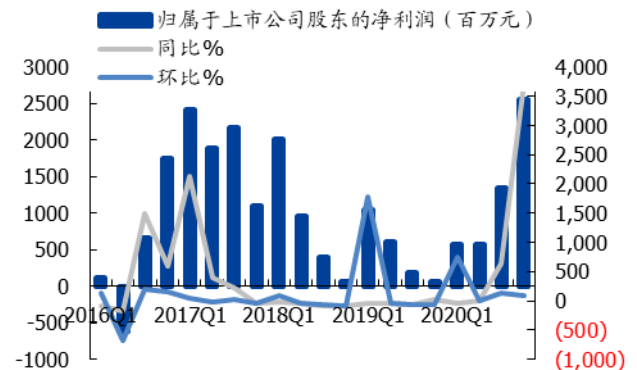
分红创历史新高，现金流指标改善值得期待。2020 年公司现金分红为 34.77 亿元，回购股份金额为 20.00 亿元，合计现金分红总额为 54.76 亿元，占当年归母净利润的比率为 109%！公司现金分红创历史新高，根据我们的分析，未来行业资本开支下降、经营规模增加、盈利指标优化，公司经营净现金流、自由现金流的改善才刚开始，未来更高的业绩表现和分红表现值得期待。

图表 1: 京东方营业收入 (百万元)



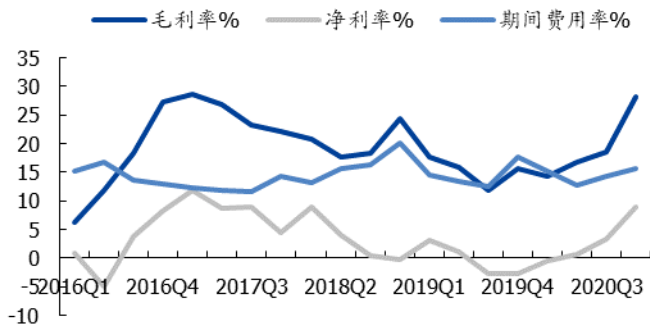
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 2: 京东方归母净利润 (百万元)



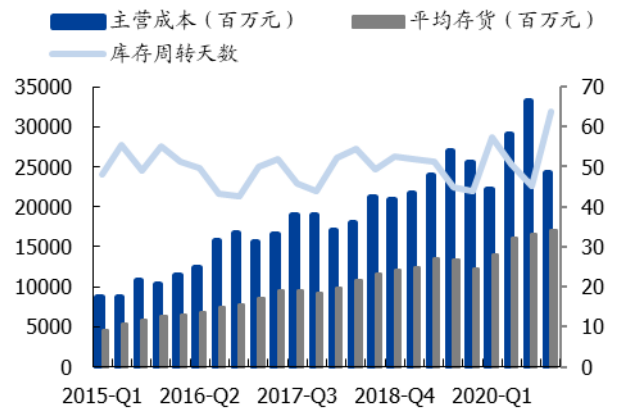
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 3: 京东方利润率和费用率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 4: 京东方库存周转天数

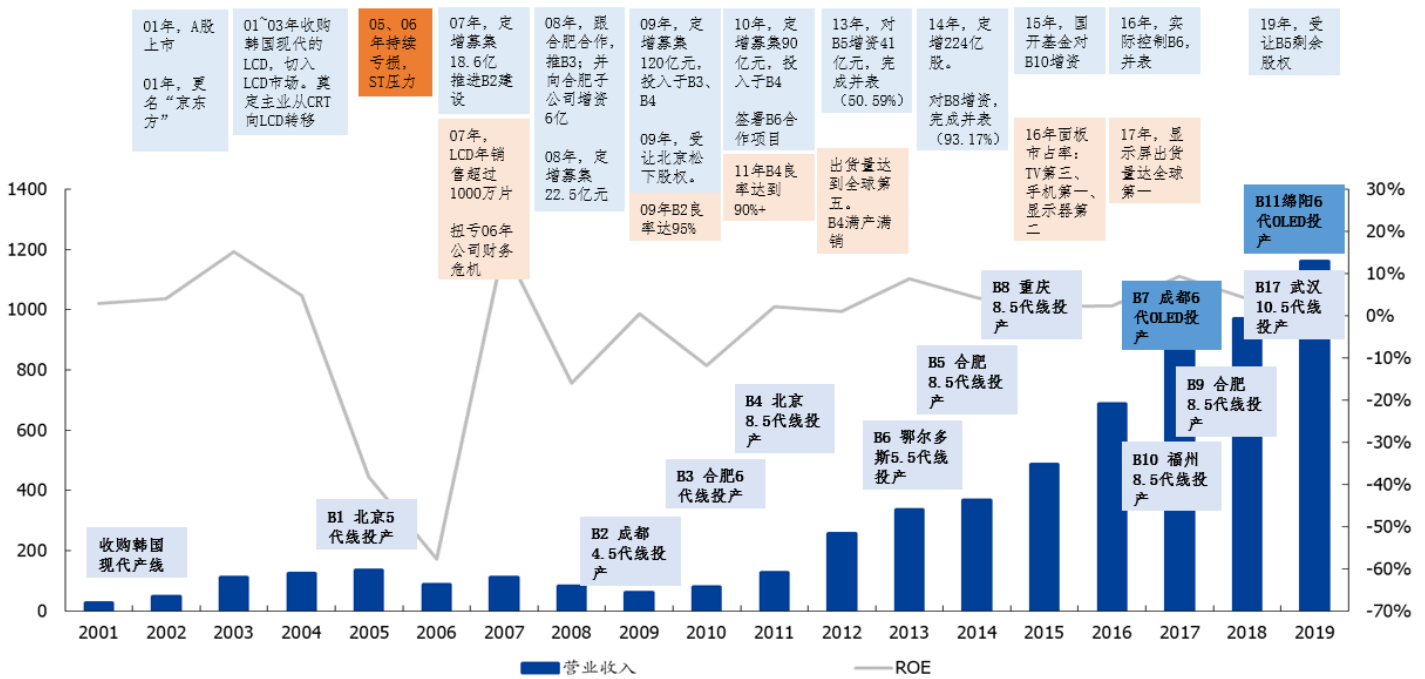


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

公司显示业务龙头地位进一步稳固，2020 年显示器件销量同比增长 18%。智能手机液晶显示屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器显示屏、电视显示屏等五大主流产品销量市占率继续稳居全球第一；创新应用产品市占率快速提升，穿戴、ESL、电子标牌、拼接、IoT 金融应用市占率居全球第一；柔性 OLED 产品加速上量，全年销量同比增长超 100%；完成中电熊猫南京 8.5 代和成都 8.6 代液晶产线收购，完善技术和产品布局，行业竞争优势进一步提升。

公司前身为北京电子管厂。2003 年京东方 3.8 亿美元收购了韩国现代电子液晶业务 (G2.5\G3\G3.5)，标志中国进军液晶平板显示器生产领域。2009 年后，京东方连续上马北京、合肥、重庆、福州四条 G8.5 线。从并购、消化、吸收到再创新，建立公司技术、制造、营销、供应链和专业管理体系。在早期“海外收购、自主建线”的扎根战略提升核心技术竞争力，率先形成市场优势。2020 年公司显示器件销量同比增长 18%，LCD 智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视五大主流产品显示屏出货量和销售面积市占率稳居全球第一。

图表5: 京东方业务复盘 (亿元)



资料来源: 公司公告、国盛电子团队整理、国盛证券研究所

2020年以来,在行业回暖的背景下,京东方也在快速推进股权激励、定向增发、回购少数股权、并购熊猫部分产线,持续提高公司中长期竞争能力和盈利能力,同时围绕“1+4+N”航母事业群,加强公司综合能力。京东方实施合计达到9.8亿股的股权激励及20亿元股票回购,绑定并激励公司主干团队。定增加码OLED业务并收购武汉京东方少数股东股权,回购PB估值较低,将增厚公司盈利水平。收购熊猫相关产线,加速产业集中,提升竞争力。

回购: 启动20亿回购进行激励,加速市场化步伐。公司推出股票期权和限制性股票激励计划,合计不超过9.8亿股,占总股本2.8%,覆盖对象2974人。其中股票期权授予6.4亿股,行权价5.43元/股。限制性股票3.4亿股,行权价2.72元/股。限制性股票来源于公司从二级市场回购。2020年9月,公司二级市场回购约20亿元,回购价范围为5.54~5.79元,用于实施激励。

授予: 公司公告激励授予。本次激励计划授予日/授权日为2020年12月21日,共授予5.96亿股股票期权和3.22亿股限制性股票。股票期权的行权价格为5.43元/股,限制性股票的授予价格为2.72元/股。总共需摊销股票期权费用11.7亿元,需摊销限制性股票费用8.6亿元,各分5年摊销。

定增: 公司公告定增落地,盈利能力有望提升,新型显示技术布局加强。公司公告拟定增募集不超过200亿元,使用募集资金主要包括收购武汉京东方24.06%股权(65亿元)、增资并建设重庆OLED产线(60亿元)、增资并建设云南12寸硅基OLED产线(10亿元)、增资并建设成都京东方医院(5亿元)、偿还贷款(30亿元)、补充流动资金(30亿元)。其中,武汉10.5代线回购PB估值约1.2倍,且液晶产线盈利能力显著增长,有望增厚公司盈利。

回收少数股东股权: 武汉10.5代线回购PB估值约1.2倍,且液晶产线盈利能力显著增长,有望增厚公司盈利。武汉京东方10.5代线,规划产能12万片/月,2019年12

月底开始量产。截止 2020Q3，武汉京东方股东权益 225 亿元。本次回购价格相当于 1.2 倍 PB，位于历史上面板行业股权回购案例的估值中枢，明显低于目前上市公司估值。考虑到当前行业景气，产线盈利性显著增长，本次回购有利于增厚上市公司盈利能力。

并购：拟收购南京熊猫 G8.5 公司 80.831% 股权和成都熊猫 G8.6 公司 51% 股权，收购对价合理。一方面加速行业整合，不断提升龙头厂商份额集中度，另一方面有利于公司发挥规模效应和协同效应，提升综合的竞争力。

长期战略：打造“1+4+N”航母事业群，加码智慧医工领域。京东方打造以半导体显示为核心，Mini LED、传感器及解决方案、智慧系统创新、智慧医工事业融合发展的“1+4+N”航母事业群。成都医院项目将扩大公司线下医疗服务体系网络。

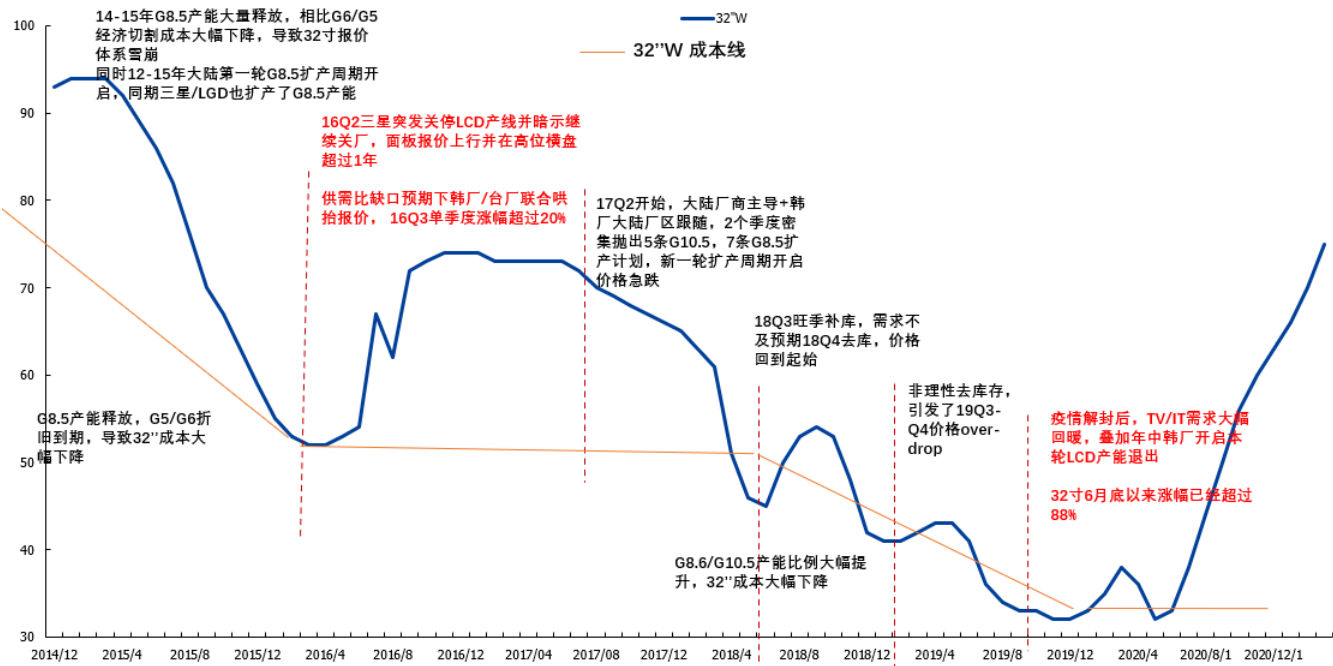
二、面板景气持续，核心龙头竞争力领先

2021Q1 面板报价超预期。2021 年 3 月、4 月面板报价再度超预期，关键零部件吃紧导致供应链相当脆弱。并且，近期跟踪情况，TV 面板价格涨幅没有收敛，IT 面板涨幅环比 2020H2 快速提升，产业链景气度继续超预期。

TV 面板价格涨幅没有收敛。根据 witsview 数据，2020 年 5 月底至 2021 年 4 月 32/43/55/65 寸 TV 面板涨幅分别为 141%/91%/100%/56%。以典型的 32 寸为例，2020 年 5 月份低点价格为 32 美金，2020 年 12 月下旬价格为 63 美金，2021 年 4 月上旬价格为 77 美金。

IT 面板价格涨幅扩大。根据 witsview 数据，2020 年 5 月底至 2021 年 4 月 NB 面板涨幅在 25~40%，MNT 面板涨幅在 25~50%。IT 面板在 2020H2 涨幅相对较低，绝大多数涨幅发生在 2021 年以来的几个月。以典型的 23.8 寸为例，2020 年 5 月份低点价格为 55.8 美金，2020 年 12 月下旬价格为 59.6 美金，2021 年 4 月上旬价格为 68.6 美金。

图表6: 面板价格与周期性复盘图 (单位: 美元)



资料来源: witsview, 国盛证券研究所

图表7: witsview 电视液晶面板报价跟踪 (美元)

		65"W	55"W	43"W	32"W
2021/4	上旬	256	206	128	77
2021/3	下旬	252	202	126	75
2021/3	上旬	245	195	123	72
2021/2	下旬	240	190	121	70
2021/2	上旬	234	184	118	68
2021/1	下旬	230	180	116	66
2021/1	上旬	225	176	113	65
2020/12	下旬	222	172	110	63
2020/12	上旬	218	168	108	61
2020/11	下旬	215	164	106	60
2020/11	上旬	212	160	103	58
2020/10	下旬	207	155	100	56
2020/10	上旬	201	150	92	52
2020/9	下旬	197	145	90	50
2020/9	上旬	190	138	86	46
2020/8	下旬	185	133	83	44
2020/8	上旬	177	123	75	41
2020/7	下旬	173	117	73	38
2020/7	上旬	169	111	70	35
2020/6	下旬	164	105	67	33
2020/6	上旬	164	103	67	32

资料来源: witsview, 国盛证券研究所

大陆龙头份额持续提升，海外厂商收入不断下降。友达、群创、LGD企业从2018Q4至2020Q2每个季度的营业收入持续在下降，三星显示部门同时包括LCD和OLED业务所以有波动。相比之下，大陆京东方、华星光电（TCL科技）表现优秀，逆市中持续提升份额。2020Q2~Q3，由于价格反转，海外厂商进入单季度营业收入转正。

图表8: 全球面板企业营业收入增速 (单位: 百万美元)

		Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020
京东方	营业收入	3,371	3,404	3,785	3,958	3,919	4,191	4,374	4,307	3,708	4,937	5,902
	YOY	7%	3%	2%	8%	16%	23%	16%	9%	-5%	18%	35%
	QOQ	-8%	1%	11%	5%	-1%	7%	4%	-2%	-14%	33%	20%
深天马	营业收入	1,030	1,154	1,133	1,033	1,022	1,124	1,258	974	940	1,058	1,247
	YOY	60%	58%	8%	75%	-1%	-3%	11%	-6%	-8%	-6%	-1%
	QOQ	75%	12%	-2%	-9%	-1%	10%	12%	-23%	-3%	12%	18%
友达	营业收入	2,542	2,520	2,643	2,500	2,164	2,252	2,247	2,033	1,783	2,124	2,492
	YOY	-11%	-10%	-8%	-7%	-15%	-11%	-15%	-19%	-18%	-6%	11%
	QOQ	-5%	-1%	5%	-5%	-13%	4%	0%	-10%	-12%	19%	17%
群创	营业收入	2,280	2,232	2,410	2,343	1,944	2,031	2,030	2,161	1,673	2,237	2,538
	YOY	-18%	-20%	-8%	-11%	-15%	-9%	-16%	-8%	-14%	10%	25%
	QOQ	-13%	-2%	8%	-3%	-17%	4%	0%	6%	-22%	34%	13%
LGD	营业收入	5,294	5,194	5,442	6,161	5,224	4,591	4,876	5,464	3,962	4,352	5,672
	YOY	-14%	-11%	-12%	-4%	-1%	-12%	-10%	-11%	-24%	-5%	16%
	QOQ	-18%	-2%	5%	13%	-15%	-12%	6%	12%	-27%	10%	30%
三星-DP	营业收入	7,033	5,242	8,996	8,140	5,438	6,539	7,975	7,975	7,976	7,977	7,978
	YOY	11%	-23%	23%	-19%	-23%	25%	-11%	-2%	47%	22%	0%
	QOQ	-30%	-25%	72%	-10%	-33%	20%	22%	0%	0%	0%	0%
夏普-DP	营业收入	2,089	2,386	2,752	2,254	1,934	2,213	2,369	2,369	2,370	2,371	2,372
	YOY	45%	34%	26%	12%	-7%	-7%	-14%	5%	23%	7%	0%
	QOQ	4%	14%	15%	-18%	-14%	14%	7%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 彭博、国盛证券研究所

价格反转，全行业盈利能复苏。盈利水平表现上，台湾厂商在2018Q4营业利润率进入负值，到2019Q4毛利率进入负值，大陆厂商盈利能力相对较强。由于价格反转，2020Q2海外厂商（友达、群创）毛利率触底并转正，2020Q3海外厂商（友达、群创、LCD）营业利润率在连续6~7个季度为负数的情况下转正，逐渐具备一定盈利能力，预计随着价格继续上行，2020Q4行业有望实现较高盈利水平。

图表9: 部分面板厂季度利润率

毛利率		Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020
友达	友达	11%	10%	11%	5%	0%	3%	0%	-2%	-1%	3%	11%
	群创	14%	9%	10%	6%	1%	4%	2%	-2%	-2%	3%	9%
	LGD	10%	8%	15%	17%	11%	9%	5%	7%	6%	2%	13%
	京东方	20%	17%	18%	24%	18%	16%	12%	16%	14%	17%	19%
	深天马	15%	14%	15%	15%	14%	17%	17%	19%	17%	21%	17%
营业利润率	友达	4%	3%	4%	-2%	-8%	-5%	-8%	-11%	-10%	-5%	4%
	群创	6%	1%	2%	-2%	-8%	-5%	-8%	-11%	-12%	-5%	2%
	LGD	-2%	-4%	2%	4%	-2%	-7%	-8%	-7%	-8%	-10%	2%
	京东方	12%	8%	5%	4%	7%	4%	-2%	1%	2%	3%	6%
	深天马	10%	7%	8%	-5%	7%	8%	7%	3%	8%	10%	8%

资料来源: 彭博、国盛证券研究所

大陆核心龙头厂商竞争力显著优于竞争对手。相比于毛利率，不考虑折旧、利息和所得税的EBITDA更能反映面板厂经营能力，大陆面板尺寸的经营能力仍超过海外同行。长周期的角度来看，大陆核心面板龙头厂商EBITDA比台湾厂商高5~10个百分点。在满折旧的情况下，大陆厂商毛利率仍然高于海外厂商10~15个百分点。随着2019~2020年大陆厂商第一批高世代线进入折旧期以及10.5代线逐步放量，未来大陆核心龙头竞争力将进一步增强。

三、行业格局优化、产业价值拐点，龙头地位进一步加强

基于三周期框架看时间轴上的面板产业趋势，基于份额提升逻辑看横截面的行业格局，二者的共振是本轮面板行业基本面超预期的重要因素。我们认为从去年6月启动的这轮价格行情持续超预期，正是在于行业格局的拐点、周期成长的拐点形成了共振，并且这种趋势仍在持续。

本轮周期最大的特点在于产能扩张尾声，区域竞争尾声，二线面板厂商去化，行业格局大幅优化，周期性有望减弱。大周期明确向上，供不应求确定性强。从库存周期、产能周期、技术周期去分析面板行业，强调两个尾声（产能扩张尾声、区域竞争尾声）、一个定局（行业格局优化）。不管从周期的本源（价格的波动率、产值的弹性），还是从成长的方向（OLED/Mini LED），我们持续看好面板行业赛道的周期性减弱、科技成长属性加成的拐点。

面板行业基本面持续超预期。2021年3月、4月面板报价再度超预期，关键零部件吃紧导致供应链相当脆弱，季节间的价格驱动因素从2020H2的需求端更多转向2021H1的供给端，产业持续供不应求。从产业景气度跟踪、库存情况跟踪，面板的价格表现持续优于此前的判断，产业展望价格趋势有望延续至21Q3。

LCD产业转移在过去五年逐渐完成，大陆龙头厂商份额持续迎来明显增加，大陆龙头企业逐渐掌握行业话语权。面板行业处于LCD向新技术过渡阶段。G10.5资本壁垒过高，G8.5增量有限。后来者利用投资高世代线弯道超车的难度提升。中国作为LCD面板的世界工厂，核心龙头厂商份额逐渐集中，并且2020~2021年新增产能比较少，有利于行业格局的稳定，龙头话语权增强。

Mini LED背光玻璃基板方案有望大幅提高面板厂商在产业链的价值地位。Mini LED背光芯片+LCD显示面板将有望成为未来电视、平板电脑等消费电子产品的首选显示技术。根据我们的测算，中长期，玻璃基方案Mini LED背光电视的创新能带来LCD面积20%增量需求！考虑到Mini LED背光在NB、MNT等其他领域也会广泛使用，有望带来更大面积弹性。此外，届时面板厂商将有望有能力一站式交付Mini LED背光显示模组。杜邦分析价格弹性，ROE有望快速修复。巨额资本开支的落幕，企业的自由现金流有望大幅修复。大陆厂商净利率表现优于海外厂商，在行业寒冬逆势提升份额，在景气上行放大ROE修复。景气传导下，面板龙头有望迎来ROE修复。

京东方面板龙头地位加强，柔性AMOLED逐渐起量。京东方在面板行业的地位长期崛起趋势不变，AMOLED有望逐渐贡献盈利，在全球显示产业话语权与日俱增。随着Capex尾声与行业竞争尾声，公司盈利能力有望修复，同时FCF有望提升。预计公司2021~2023年归母净利润分别为249、271、299亿元，维持“买入”评级。

图表 10: 京东方 PB 估值

京东方A[000725.SZ] - PE/PB-Band

使用说明



资料来源: wind、国盛证券研究所

风险提示

- 1) 下游需求不及预期: 下游需求跟随宏观经济, 如果不及预期会影响面板价格;
- 2) 全球贸易纷争影响: 全球贸易纷争存在不确定性, 导致需求持续疲弱, 则面板价格有持续低迷的风险;
- 3) 测算误差风险: 对于供给、需求、市场空间等多组数据存在测算误差的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com